

爱奇艺 (IQ US)

2024 世界大会: 超 300 部片单发布, 精品内容上行

爱奇艺于 2024 年 4 月 23-24 日在北京举办以“同心协力、共创未来”为主题的“2024 爱奇艺世界·大会”，共设主论坛、iJOY 悦享会等九场论坛。会上公司管理层强调未来高品质多样化内容并进，并加强海外及一老一少市场开拓，内容端将更加注重“向下共情”，技术侧深化 AIGC 赋能。同时，爱奇艺发布超 300 部片单，精品头部剧集包括《狐妖小红娘》月红篇、竹业篇、王权篇、《云起时》、《四方馆》、《孤舟》等。我们认为市场已逐步认可 ARM 提升驱动利润增长逻辑，期待后续内容供给上行带动会员边际改善，并进一步释放估值弹性。维持买入评级，目标价 8.6 美元。

■ **高品质与多样化并进，加强海外、一老一小市场开拓。** 爱奇艺 CEO 龚宇围绕战略、市场开拓、商业模式创新等维度进行分享，认为消费拐点在即，未来在内容定位上回归现实主义关切、注重高品质和多样化并进，且积极捕捉人口结构中“老”和“少”两大群体增量（如加强内容细分、App 适老化、少儿模式体验升级等）。在传统广告、会员外，爱奇艺将积极拓展海外市场及内容衍生业务，优化版权保护，拥抱 AIGC 业务赋能及服务升级。首席内容官王晓晖认为行业进入“向下共情、向上创作”时代，未来内容创作将更加注重现实主义题材（小人物折射时代命运），并推出“大家剧场”（主打“大文学家创作给大家”）和“微尘剧场”（精品短剧集）两大全新单元。CTO 刘文峰强调利用 AIGC 放大创作者价值，具体分享了 AIGC 在策划、制作、宣发等维度应用，如由爱奇艺自主研发的 IQ Stage 虚拟拍摄系统应用于《大梦归离》拍摄。

■ **超 300 部片单发布，精品内容供给上行。** 爱奇艺发布超 300 部片单，在综艺、剧集、电影、娱乐多产业等储备丰富。剧集单元层面，包括人间烟火（《小夫妻》、《孤舟》等 20 部）、东方传奇（《狐妖小红娘》月红篇、竹业篇、王权篇；《颜心记》、《云起时》、《四方馆》、《四海重明》等 43 部）、生活篇（《老家伙》等 36 部）、江湖篇（《唐朝诡事录之西行》等 43 部）、微尘剧场（《在人间》等 2 部）、迷雾剧场（《看不见影子的少年》等 8 部）。展望 2Q24E，精品剧集《云起时》、《颜心记》、《小夫妻》等有望陆续上线，且憧憬暑期档供给上行。ARM 提升驱动利润稳健增长下，头部内容上新所拉动的会员数边际企稳及潜在改善或将进一步释放估值弹性。

■ **创新综艺助力广告复苏。** 综艺层面，在《哈哈哈哈哈 4》、《萌探 2024》2-4 月播出后，2024 年后续片单包括《中国新说唱 2024》、《我在横店打篮球》、《青春合唱团》等。广告招商虽受宏观不确定性影响，但我们期待爱奇艺创新综艺、运营提升及效果广告增量有望带动其广告温和复苏。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(百万人民币) | 28,998 | 31,873 | 34,663 | 37,706 | 39,960 |
| 同比增长 (%) | (5.1) | 9.9 | 8.8 | 8.8 | 6.0 |
| 调整后净利润(百万人民币) | 1,265.6 | 2,811.2 | 3,713.9 | 4,154.2 | 4,543.2 |
| 稀释每股收益(人民币) | 1.50 | 3.18 | 3.85 | 4.28 | 4.66 |
| 同比增长 (%) | NA | 112.1 | 21.1 | 11.3 | 8.8 |
| 市场平均预估每股收益(人民币) | 0.37 | 2.69 | 3.35 | 3.75 | 3.37 |
| 市销率(倍) | 1.03 | 0.93 | 0.86 | 0.79 | 0.74 |
| 市盈率(倍) | 20.6 | 9.7 | 8.1 | 7.2 | 6.6 |

资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **8.60 美元**
潜在升幅 **87.8%**
当前股价 **4.58 美元**

中国传媒文娱

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|------------------|-----------|
| 市值(百万美元) | 4,395 |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 23.1 |
| 52 周内股价高/低(百万美元) | 6.34/3.17 |
| 总股本(百万) | 426.8 |

资料来源: FactSet

股东结构

| | |
|---------------------|------|
| FIL Ltd | 5.4% |
| Goldman Sachs Group | 5.0% |

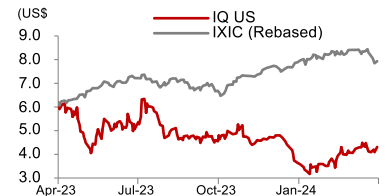
资料来源: 港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|--------|
| 1-月 | 6.7% | 13.4% |
| 3-月 | 16.8% | 16.6% |
| 6-月 | -5.3% | -20.2% |

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

图 1: 爱奇艺 2024-25 年部分精品剧集储备

| 类别 | 电视剧 | 题材 | 主演 | 预计上线时间 |
|-------------|--------|-----|--------------|--------|
| 人间烟火 | 小夫妻 | 生活 | 殷桃、郭京飞、齐溪 | 2Q24 |
| | 迎风 | 生活 | 孙千、翟子路、刘琳 | 2Q24 |
| | 北上 | 现代 | 白鹿、欧豪 | 3Q24 |
| | 凡人歌 | 生活 | 殷桃、王骁、章若楠 | 4Q24 |
| | 国宝耀世 | 考古 | 白宇帆、辛柏青、王鹤润 | 4Q24 |
| | 孤舟 | 谍战 | 曾舜晞、张颂文、陈都灵 | 2024 |
| | 我是刑警 | 悬疑 | 于和伟、李春嫒、刘泊潇 | 2024 |
| | 高兴 | 生活 | 白宇帆、于文文 | 2025 |
| | 喀什古城 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 南货店 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 生万物 | 年代 | 杨幂、欧豪 | 2025 |
| | 烟花少年 | 爱情 | 黄景瑜 | 2025 |
| | 父父子子 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 警察荣耀 2 | 现代 | 待定 | 待定 |
| | 伟大的长征 | 历史 | 待定 | 待定 |
| | 战争和人 | 抗战 | 待定 | 待定 |
| | 生命树 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 中文桃李 | 年代 | 待定 | 待定 |
| | 足迹 | 年代 | 童谣、丞磊、刘奕君、林允 | 待定 |
| | 东方传奇 | 颜心记 | 古装 | 罗云熙、宋轶 |
| 云起时 | | 古装 | 李一桐、曾舜晞、邓为 | 2Q24 |
| 偷得将军半日闲 | | 古装 | 郭品超、张淼怡、任运杰 | 2Q24 |
| 月上朝颜 | | 古装 | 王敬轩、季美含、王轩 | 2Q24 |
| 念无双 | | 古装 | 唐嫣、刘学义 | 3Q24 |
| 四方馆 | | 古装 | 檀健次、周依然、杜淳 | 3Q24 |
| 四海重明 | | 古装 | 景甜、张凌赫 | 3Q24 |
| 大梦归离 | | 古装 | 侯明昊、陈都灵、田嘉瑞 | 4Q24 |
| 七夜雪 | | 古装 | 李沁、曾舜晞、王弘毅 | 4Q24 |
| 狐妖小红娘月红篇 | | 古装 | 杨幂、龚俊、郭晓婷 | 2024 |
| 念念人间玉 | | 古装 | 杨肸子、孙晨竣 | 2024 |
| 一伞烟雨 | | 古装 | 于朦胧、李子璇 | 2024 |
| 白月梵星 | | 古装 | 白鹿、敖瑞鹏、代露娃 | 2025 |
| 钓鱼城 | | 古装 | 待定 | 2025 |
| 渡心诀 | | 古装 | 待定 | 2025 |
| 观鹤纪 | | 古装 | 待定 | 2025 |
| 窃心诀 | | 古装 | 待定 | 2025 |
| 师父年少 | | 古装 | 待定 | 2025 |
| 仙台有树 | | 古装 | 邓为、向涵之 | 2025 |
| 我见群星闪耀之长安短歌 | | 古装 | 待定 | 2025 |

| | | | |
|-----------------|-----------|----------------|-----------|
| 月沉吟 | 古装 | 待定 | 2025 |
| 朝雪录 | 古装 | 李兰迪、敖瑞鹏 | 2025 |
| 你是人间惊鸿客 | 古装 | 卢洋洋 | 2025 |
| 青矜志 | 古装 | 王瑞昌、李子璇 | 2025 |
| 百妖谱 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 长河疏星 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 长陵 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 沉鱼记 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 大唐赋之破阵乐 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 大医 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 第二次“初见” | 古装 | 宋伊人、郭俊辰、李九霖 | 待定 |
| 幻乐森林 | 古装 | 许佳琪、魏哲鸣 | 待定 |
| 嫫天 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 狐妖小红娘王权篇 | 古装 | 成毅、李一桐 | 待定 |
| 狐妖小红娘竹业篇 | 古装 | 刘诗诗、张云龙 | 待定 |
| 佳偶天成 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 衡门有狐临江仙 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 柳叶摘星辰 | 古装 | 唐晓天、庄达菲、林枫松 | 待定 |
| 明媒善娶 | 古装 | 孔雪儿、任豪 | 待定 |
| 庆熹纪事 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 无忧渡 | 古装 | 任嘉伦、宋祖儿 | 待定 |
| 道遥 | 古装 | 谭松韵、侯明昊 | 待定 |
| 与晋长安 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 昭奚旧草 | 古装 | 待定 | 待定 |
| 老家伙 | 生活 | 张国立、王刚、张铁林 | 2Q24 |
| 完美的她 | 生活 | 罗正、徐艺洋 | 2Q24 |
| 我的少年时代 | 生活 | 吕小雨、曹赛亚 | 2024.4 |
| 无法抗拒的谎言 | 生活 | 崔雨鑫、厉嘉琪 | 2Q24 |
| 重启的爱情 | 生活 | 罗正、赵尧珂 | 2Q24 |
| 白色橄榄树 | 生活 | 陈哲远、梁洁 | 3Q24 |
| 爱你 | 生活 | 张凌赫、徐若晗、王宥钧 | 4Q24 |
| 冬至 | 生活 | 黄景瑜、孙千、施诗 | 4Q24 |
| 老去的家 | 生活 | 倪大红、林晓杰、鲍起静 | 4Q24 |
| 生活篇 | | | |
| 你的谎言也动听 | 生活 | 陈星旭、张予曦 | 4Q24 |
| 橙色光芒 | 生活 | 谭卓、高叶、刘奕 | 2024 |
| 开画！少女漫 | 生活 | 沈月、王敬轩 | 2024 |
| 请和这样我恋爱吧 | 生活 | 胡一天、梁洁 | 2024 |
| 无所畏惧2 | 生活 | 热依扎、王阳 | 2024 |
| 废柴兄弟6 | 生活 | 王宁、修睿 | 2024 |
| 漫城 | 生活 | 余承恩、王子璇 | 2024 |
| 我的差评女友 | 生活 | 邢昭林、卢洋洋 | 2024 |
| 真心英雄 | 生活 | 佟丽娅、叶祖新、苏晓彤 | 2024 |

| | | | | |
|-----|------------|------|-------------|------|
| | 不如去野 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 秘密世界 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 她来听我的演唱会 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 天才女友 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 万花世界 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 许你星河千里 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 校服的裙摆 | 生活 | 待定 | 2025 |
| | 爱的辩护人 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 兵自风中来 | 生活 | 欧豪、蓝盈莹、刘奕君 | 待定 |
| | 大河之水 | 生活 | 聂远、杨蓉、张铎 | 待定 |
| | 飞刀 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 艰难的制造 | 生活 | 张新成、宋祖儿、王彦霖 | 待定 |
| | 贫嘴张大民的幸福生活 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 同心结 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 星空与半棵树 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 许我看向你 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 一日三秋 | 生活 | 待定 | 待定 |
| | 喜剧之王 | 生活 | 蒋龙、张弛 | 待定 |
| 江湖篇 | 孤战迷城 | 抗战 | 黄景瑜、辛芷蕾 | 2Q24 |
| | 深潜 | 抗战 | 成毅、颖儿、刘欢 | 2Q24 |
| | 危险的她第二季 | 女性 | 张馨予、章涛 | 2Q24 |
| | 燃罪 | 消防 | 张云龙、蔡文静 | 3Q24 |
| | 守诚者 | 警察 | 陈小春、李治廷、韩雪 | 3Q24 |
| | 黄雀 | 悬疑 | 郭京飞、秦岚 | 4Q24 |
| | 暗潮缉凶 | 悬疑 | 陈建斌、陈若轩、梅婷 | 4Q24 |
| | 猎罪图鉴第2季 | 悬疑 | 檀健次、金世佳 | 4Q24 |
| | 夜不收 | 悬疑 | 井柏然、明道、张艺凡 | 4Q24 |
| | 唐朝诡事录之西行 | 古装悬疑 | 杨旭文、杨志刚 | 2024 |
| | 暗夜与黎明 | 悬疑 | 陈哲远、聂远、邢菲 | 2024 |
| | 球状闪电 | 科幻 | 童瑶、王安宇、杨立新 | 2024 |
| | 三叉戟2 | 警察 | 陈建斌、董勇、郝平 | 2024 |
| | 白日焰火 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 大生意人 | 悬疑 | 陈晓、孙千 | 2025 |
| | 极盗者 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 漂白 | 悬疑 | 郭京飞、王千源 | 2025 |
| | 盲目 | 悬疑 | 黄晓明 | 2025 |
| | 深渊 | 悬疑 | 张译、王俊凯 | 2025 |
| | 命悬一生 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 狠人 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 深海 1950 | 悬疑 | 于和伟、吴越、魏晨 | 2025 |
| | 封锁 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 少年宏图 | 古装热血 | 待定 | 2025 |
| | 我在精神病院学斩神 | 悬疑 | 待定 | 2025 |

| | | | | |
|------|-----------------|-----------|-------------------|-------------|
| | 乌贼 | 悬疑 | 待定 | 2025 |
| | 紫川之光明王 | 玄幻 | 杨旭文、刘宇宁 | 2025 |
| | 朝云散 | 古装悬疑 | 许佳琪、高至霆 | 2025 |
| | 斗贼 | 警察 | 黄景瑜、修睿 | 待定 |
| | 八千里路云和月 | 年代 | 王阳、万茜 | 待定 |
| | 南部档案 | 悬疑 | 龚俊、景甜、丞磊 | 待定 |
| | 风中的火焰 | 警察 | 王景春、蒋奇明 | 待定 |
| | 遮天 | 古装热血 | 尹正、祝绪丹 | 待定 |
| | 信条 | 悬疑 | 刘奕君、屈楚萧 | 待定 |
| | 围猎 | 悬疑 | 王阳、张宥浩、邓恩熙 | 待定 |
| | 除恶 | 悬疑 | 待定 | 待定 |
| | 魅影神捕 | 古装奇幻 | 待定 | 待定 |
| | 临安疾闻录 | 古装奇幻 | 待定 | 待定 |
| | 人罪 | 悬疑 | 待定 | 待定 |
| | 最好的一天 | 奇幻冒险 | 待定 | 待定 |
| | 执迷 | 悬疑 | 待定 | 待定 |
| | 日落东瀛 | 古装动作 | 待定 | 待定 |
| | 两京十五日 | 古装悬疑 | 待定 | 待定 |
| 微尘剧场 | 我的阿勒泰 | 生活 | 马伊琍、周依然、于适 | 2Q24 |
| | 在人间 | 生活 | 赵丽颖 | 待定 |
| 迷雾剧场 | 二十一天 | 悬疑 | 欧豪、张雪迎、姜武 | 2025 |
| | 正当防卫 | 悬疑 | 高叶、张鲁一、白敬亭 | 4Q24 |
| | 不可告人 | 悬疑 | 欧豪、李一桐 | 2Q24 |
| | 看不见影子的少年 | 悬疑 | 张颂文、荣梓杉 | 2Q24 |
| | 完美的救赎 | 悬疑 | 欧豪、王鹤润 | 2025 |
| | 乌云之上 | 悬疑 | 孙俪、罗晋、丁冠森 | 待定 |
| | 借命而生 | 悬疑 | 秦昊、韩庚、钟楚曦 | 待定 |
| | 错位 | 悬疑 | 马伊琍、佟大为 | 待定 |

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

财务分析

| 损益表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) | | | | | | |
| 销售收入 | 30,554 | 28,998 | 31,873 | 34,663 | 37,706 | 39,960 |
| 销售成本 | (27,513) | (22,319) | (23,102) | (24,307) | (26,255) | (27,778) |
| 毛利润 | 3,041 | 6,678 | 8,770 | 10,357 | 11,451 | 12,183 |
| 运营费用 | (7,520) | (5,366) | (5,781) | (6,055) | (6,549) | (7,058) |
| 销售 | (4,725) | (3,467) | (4,014) | (4,244) | (4,602) | (5,034) |
| 研发费用 | (2,795) | (1,899) | (1,767) | (1,811) | (1,947) | (2,024) |
| 运营利润 | (3,027) | 2,181 | 3,660 | 4,961 | 5,618 | 5,883 |
| 利息收入 | 119 | 70 | 257 | 65 | 67 | 80 |
| 利息支出 | (1,350) | (715) | (1,130) | (914) | (880) | (834) |
| 外汇收益/损失 | 55 | (168) | (105) | 0 | 0 | 0 |
| 其他收入/支出 | 90 | (319) | 73 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | (6,012) | (34) | 2,033 | 3,452 | 4,089 | 4,370 |
| 所得税 | (97) | (84) | (80) | (362) | (613) | (546) |
| 非控股权益 | 61 | 18 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | (6,170) | (136) | 1,925 | 3,090 | 3,476 | 3,824 |
| 调整后净利润 | (4,549) | 1,266 | 2,811 | 3,714 | 4,154 | 4,543 |
| 资产负债表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) | | | | | | |
| 流动资产 | 11,524 | 13,786 | 21,161 | 23,589 | 26,609 | 29,492 |
| 现金与现金等价物 | 2,997 | 7,098 | 13,186 | 15,258 | 17,883 | 20,510 |
| 限制性现金 | 78 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 应收账款 | 2,748 | 2,403 | 2,997 | 3,212 | 3,443 | 3,594 |
| 预付款项 | 3,267 | 2,603 | 3,154 | 3,229 | 3,313 | 3,342 |
| 以公允价值计入损益的资产 | 1,348 | 818 | 818 | 818 | 818 | 818 |
| 其他流动资产 | 1,087 | 850 | 991 | 1,058 | 1,139 | 1,216 |
| 非流动资产 | 30,948 | 32,263 | 29,431 | 31,245 | 33,322 | 35,250 |
| 物业及厂房及设备 (净额) | 1,345 | 1,105 | 1,838 | 2,082 | 2,315 | 2,424 |
| 递延税项 | 31 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合资及联营公司投资 | 3,035 | 2,454 | 2,454 | 2,454 | 2,454 | 2,454 |
| 无形资产 | 7,803 | 7,277 | 7,544 | 8,132 | 8,902 | 9,647 |
| 商誉 | 3,888 | 3,826 | 3,826 | 3,826 | 3,826 | 3,826 |
| 其他非流动资产 | 14,845 | 17,601 | 13,769 | 14,751 | 15,825 | 16,899 |
| 总资产 | 42,472 | 46,048 | 50,592 | 54,834 | 59,931 | 64,743 |
| 流动负债 | 22,476 | 28,130 | 29,631 | 30,159 | 31,102 | 31,371 |
| 短期债务 | 4,118 | 3,348 | 4,687 | 4,218 | 3,796 | 3,037 |
| 应付账款 | 8,896 | 5,993 | 7,533 | 7,926 | 8,489 | 8,906 |
| 其他流动负债 | 6,290 | 16,163 | 14,592 | 15,049 | 15,612 | 16,038 |
| 应付费用 | 3,172 | 2,626 | 2,819 | 2,966 | 3,204 | 3,390 |
| 非流动负债 | 14,323 | 11,575 | 11,575 | 11,575 | 11,575 | 11,575 |
| 长期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 可转换债券 | 12,652 | 9,568 | 9,568 | 9,568 | 9,568 | 9,568 |
| 其他非流动负债 | 1,670 | 2,007 | 2,007 | 2,007 | 2,007 | 2,007 |
| 总负债 | 36,799 | 39,705 | 41,206 | 41,734 | 42,676 | 42,945 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本盈余 | 49,642 | 50,886 | 52,971 | 53,595 | 54,274 | 54,993 |
| 留存收益 | (47,164) | (46,499) | (45,329) | (42,239) | (38,764) | (34,940) |
| 其他储备 | 2,709 | 1,863 | 2,709 | 2,709 | 2,709 | 2,709 |
| 股东权益总额 | 5,276 | 6,343 | 10,444 | 14,158 | 18,312 | 22,856 |
| 总负债和股东权益 | 42,472 | 46,048 | 51,650 | 55,892 | 60,989 | 65,801 |

| 现金流量表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) | | | | | | |
| 经营现金流 | | | | | | |
| 税前利润 | (6,012) | (34) | 2,033 | 3,452 | 4,089 | 4,370 |
| 折旧摊销 | 16,766 | 16,475 | 13,327 | 13,947 | 15,054 | 16,341 |
| 营运资金变化 | (17,586) | (18,346) | (10,274) | (14,185) | (15,094) | (16,383) |
| 其他 | 819 | 1,834 | 530 | 262 | 65 | 173 |
| 净经营现金流 | (6,013) | (71) | 5,614 | 3,476 | 4,114 | 4,501 |
| 投资现金流 | | | | | | |
| 资本开支 | (262) | (638) | (669) | (693) | (747) | (775) |
| 收购与投资 | (386) | 582 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 处理短期投资所得现金 | (11,456) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 13,367 | 322 | (223) | (243) | (320) | (340) |
| 净投资现金流 | 1,262 | 266 | (892) | (936) | (1,067) | (1,115) |
| 融资现金流 | | | | | | |
| 净借贷 | 259 | (240) | 1,339 | (469) | (422) | (759) |
| 发行股票所得现金 | 268 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (3,487) | 4,709 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 净融资现金流 | (2,959) | 4,469 | 1,366 | (469) | (422) | (759) |
| 净现金流变动 | | | | | | |
| 年初现金 | 10,941 | 3,075 | 7,112 | 13,200 | 15,271 | 17,897 |
| 汇率变动 | (217) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 年末现金 | 3,075 | 7,112 | 13,200 | 15,271 | 17,897 | 20,523 |
| 增长率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 销售收入 | 2.9% | (5.1%) | 9.9% | 8.8% | 8.8% | 6.0% |
| 毛利润 | 66.8% | 119.6% | 31.3% | 18.1% | 10.6% | 6.4% |
| 经营利润 | na | na | 67.8% | 35.5% | 13.2% | 4.7% |
| 净利润 | na | na | na | 60.5% | 12.5% | 10.0% |
| 调整后净利润 | na | na | 122.1% | 32.1% | 11.9% | 9.4% |
| 盈利能力比率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 毛利率 | 10.0% | 23.0% | 27.5% | 29.9% | 30.4% | 30.5% |
| 营业利益率 | (9.9%) | 7.5% | 11.5% | 14.3% | 14.9% | 14.7% |
| 调整后净利润率 | (14.9%) | 4.4% | 8.8% | 10.7% | 11.0% | 11.4% |
| 股本回报率 | (84.4%) | (2.3%) | 22.9% | 25.1% | 21.4% | 18.6% |
| 资产负债比率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 净负债/股东权益比率 (倍) | 3.5 | 1.6 | 0.6 | 0.2 | 0.0 | (0.1) |
| 流动比率 (倍) | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转天数 | 36.4 | 34.7 | 33.0 | 32.7 | 32.2 | 32.1 |
| 存货周转天数 | na | na | na | na | na | na |
| 应付帐款周转天数 | 109.2 | 132.8 | 117.5 | 116.1 | 114.1 | 114.3 |
| 估值指标 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 市盈率 | na | na | 14.5 | 9.7 | 8.7 | 8.0 |
| 市盈率 (摊薄) | na | 20.8 | 9.8 | 8.1 | 7.3 | 6.7 |
| 市帐率 | 4.7 | 4.2 | 2.7 | 2.1 | 1.7 | 1.3 |

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|------------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在 -10% 至 +15% 之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|----------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。